

La Coyuntura Monetaria

(Resultados enero-abril de 1990)

Introducción

Como es sabido, el propósito central de la política monetaria es conseguir que el nivel de los agregados monetarios corresponda a la evolución de la actividad económica, bajo un marco riguroso de estabilidad de precios. En atención a este principio, la Junta Monetaria establece un programa monetario coherente con los objetivos de la política macroeconómica del gobierno.

En el presupuesto monetario se establecen metas trimestrales con base en las necesidades de dinero (demanda), las cuales, como es natural, tienen un comportamiento estacional, propio de la actividad económica a lo largo del año. El cumplimiento de dichos propósitos exige un celoso seguimiento de la evolución de los agregados monetarios, en especial en su definición más tradicional, los medios de pago. Para intervenir en la trayectoria de éstos, la variable sobre la cual el Banco Emisor ejerce mayor control es la base monetaria.

Durante los primeros meses del año se mantuvo una evolución de M_1 dentro de los límites impuestos por la programación, o sea entre el 25.0% y el 28.0%. Sin embargo, a partir de la última semana del mes de marzo se comenzó a observar una preocupante aceleración en la tasa de crecimiento, tanto de los medios de pago

como de la base, llegando a presentar niveles que excedían las metas y que, de no corregirse oportunamente, podrían validar las elevadas expectativas inflacionarias generadas por los aumentos de precios ocurridos durante el primer trimestre.

CUADRO 1

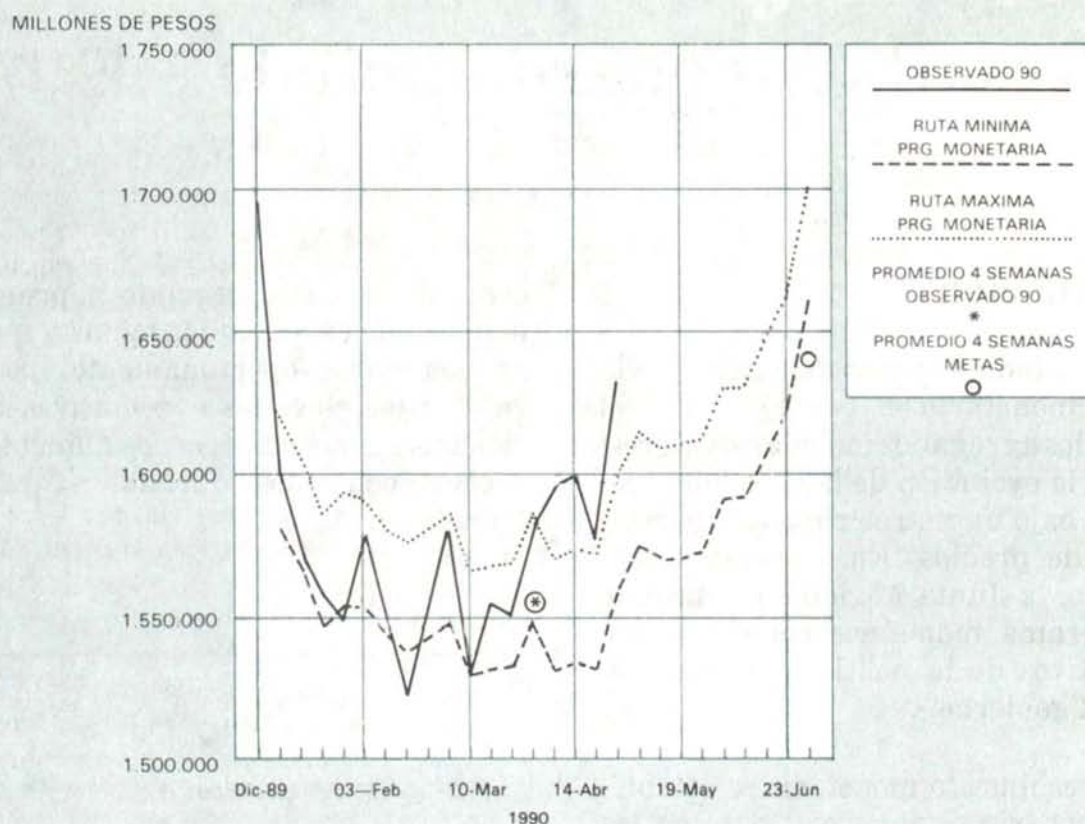
Principales agregados monetarios

(Variaciones Porcentuales)

	Base monetaria	Medios de pago	Cuasi- dineros	Oferta monetaria ampliada
Variaciones año corrido				
1989 Marzo	-13.0	-6.2	14.6	6.3
Abril	-10.7	-5.2	18.3	8.8
1990 Marzo	-12.4	-7.1	11.3	4.0
Abril	-13.5	-4.0	14.2	7.1
Variaciones año completo				
1988 Diciembre	26.8	25.8	21.8	23.3
1989 Marzo	14.6	25.9	28.5	27.5
Abril	24.2	24.3	29.3	27.5
Diciembre	30.4	29.1	32.9	31.4
1990 Marzo	31.3	27.8	29.4	28.8
Marzo *	28.9	26.7	28.9	28.1
Abril	26.3	30.8	28.7	29.4
Abril *	32.5	31.0	28.3	29.2

* Corresponde a promedios móviles de 4 semanas. Fuente: Cálculos Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

GRAFICO 1
Corredores medios de pago 1990



Las presentes Notas analizan las causas que generaron el elevado crecimiento de los medios de pago en abril y explican las medidas que fue necesario aplicar para colocar los agregados monetarios en la trayectoria prevista por la programación respectiva. En consecuencia, se examinará la evolución de las fuentes de creación de dinero frente a los presupuestos contemplados originalmente por la autoridad, indicando la dimensión de los ajustes adoptados y los resultados previstos.

I. Evolución de los agregados monetarios

La permanente revisión de la economía colombiana de los últimos años ha permi-

tido un favorable ordenamiento en el diseño de la política monetaria. Esta se ha enmarcado, en lo posible, en el uso de instrumentos de mercado, evitando la utilización de mecanismos como el encaje o los depósitos previos. El desarrollo de las operaciones de mercado abierto, OMA, junto con la disciplina fiscal, han permitido una racionalización de los encajes y las inversiones forzosas del sistema bancario, facilitando una menor dispersión de los primeros y aminorando la carga cuasi fiscal de las segundas. Ello, como un todo, se traduce en un manejo monetario más diáfano, y reduce la incertidumbre alrededor de las políticas crediticias del sector financiero; es decir, la política monetaria ha sido estable y no ha introducido sobresaltos.

La programación procura también un adecuado suministro de crédito al sector productivo, para lo cual prevé algún grado de independencia entre el control monetario y el crediticio. Ello no quiere decir que la tasa de crecimiento de la cartera de los bancos sea independiente al proceso de creación de dinero, pues la separación entre la evolución monetaria y la crediticia solamente puede operar en la medida en que la disponibilidad de recursos prestables permita la generación de crédito. Lo contrario, o sea que el otorgamiento de préstamos induzca la creación de recursos primarios adicionales para el sistema vía, por ejemplo, el desencaje, es un camino que resulta siempre inconveniente en la medida que implica cuantías de medios de pago superiores a las previstas por la autoridad monetaria y por lo tanto genera presiones indeseadas sobre la tendencia de los precios.

Los medios de pago

El Gráfico 1 muestra la evolución de los medios de pago durante los primeros cuatro meses de este año, así como la trayectoria prevista por la programación monetaria. Claramente, durante el primer trimestre (semanas 1 a 13) se observa que los niveles de M_1 estuvieron dentro de los límites impuestos por el presupuesto monetario y en particular, la meta fijada para el cierre del primer trimestre (un crecimiento para el promedio de las últimas cuatro semanas de marzo de 26.5%) se cumplió en forma precisa.

Sin embargo, la cifra de la última semana de dicho mes bordeaba los límites superiores de la senda deseada y durante el mes de abril excedió dicho límite. En efecto, al finalizar marzo los medios de pago crecían a una tasa anual del 27.8%, y para el promedio móvil de cuatro semanas esta tasa era del 26.5%. Durante abril, M_1 registró un crecimiento anual promedio del 31% tasa superior a la prevista en el presupuesto monetario (28.0%).

Se presentó así un exceso inconveniente de dinero en circulación más aún si se tiene en cuenta que los precios mostraban una preocupante aceleración.

La base monetaria

La evolución de los medios de pago estuvo acompañada de un comportamiento similar por parte de la base monetaria; en otras palabras, se observó un crecimiento importante de las fuentes de emisión primaria.

El dinero primario mostró una aceleración que, si bien en parte estaba prevista por el aumento de la demanda de liquidez propia de la Semana Santa, superó el presupuesto. Este hecho se explica fundamentalmente por los resultados en materia de reservas internacionales y de depósitos para giro, así como por el efecto monetario de la Tesorería y por una contracción inferior a la presupuestada proveniente del crédito neto a las corporaciones de ahorro y vivienda a través del FAVI.

La base monetaria presentó tasas anuales de expansión durante abril del 32.7%, nivel que como ya se manifestó excedía la trayectoria deseada. En efecto, el presupuesto monetario contemplaba aumentos medios para el dinero primario de 29.3% en dicho mes, que fueron superados en cerca de tres y medio puntos porcentuales, lo que equivalía a un exceso de casi \$ 26.000 millones de base monetaria.

Estos resultados fueron motivo de oportunas medidas correctivas. El esfuerzo contraccionista inicialmente estimado por el programa monetario en \$ 40.000 millones (cuatro puntos porcentuales de la base) que se esterilizarían aumentando la colocación de títulos del Banco de la República, debió prácticamente duplicarse y en abril exigió esfuerzos adicionales por el equivalente a casi seis puntos de

CUADRO 2

Origen del dinero base

(Millones de pesos)

	1989	1990		1988	1989	
	Diciembre	Marzo	Abril	Diciembre	Marzo	Abril
Activo Banco de la República	2 082 570	2 112 154	2 117 752	1 657 350	1 593 008	1 626 885
Reservas internacionales netas	1 542 545	1 640 954	1 626 292	1 181 565	1 132 692	1 137 360
Crédito neto tesoral	231 613	291 763	340 930	243 785	310 113	335 452
Crédito neto resto del						
sector público	147 701	180 200	198 886	80 868	96 901	102 852
Crédito bruto bancos	46 896	67 358	53 147	43 395	49 023	47 109
Crédito neto resto						
sector financiero	145 338	12 663	-19 923	132 393	29 892	23 020
FAVI	25 248	-54 402	-79 892	-1 584	-108 552	-119 610
Crédito neto sector privado	-52 535	-42 198	-43 692	-36 223	-45 681	-61 913
Otros	21 012	-38 586	-37 888	11 567	20 068	43 005
Pasivos no monetarios	932 245	1 104 217	1 123 131	775 468	825 556	839 350
Obligaciones externas largo plazo	186 664	195 727	199 067	150 011	160 914	160 244
Obligaciones sector privado	137 186	177 097	131 584	131 636	138 299	132 749
Operaciones de mercado abierto	202 791	301 196	364 844	172 349	180 882	180 088
Otros	405 604	430 197	427 636	321 472	345 461	366 269
Base monetaria	1 150 325	1 007 937	994 621	881 882	767 452	787 535
Medios de pago	1 702 105	1 581 127	1 634 810	1 318 546	1 236 992	1 249 713

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

CUADRO 2A

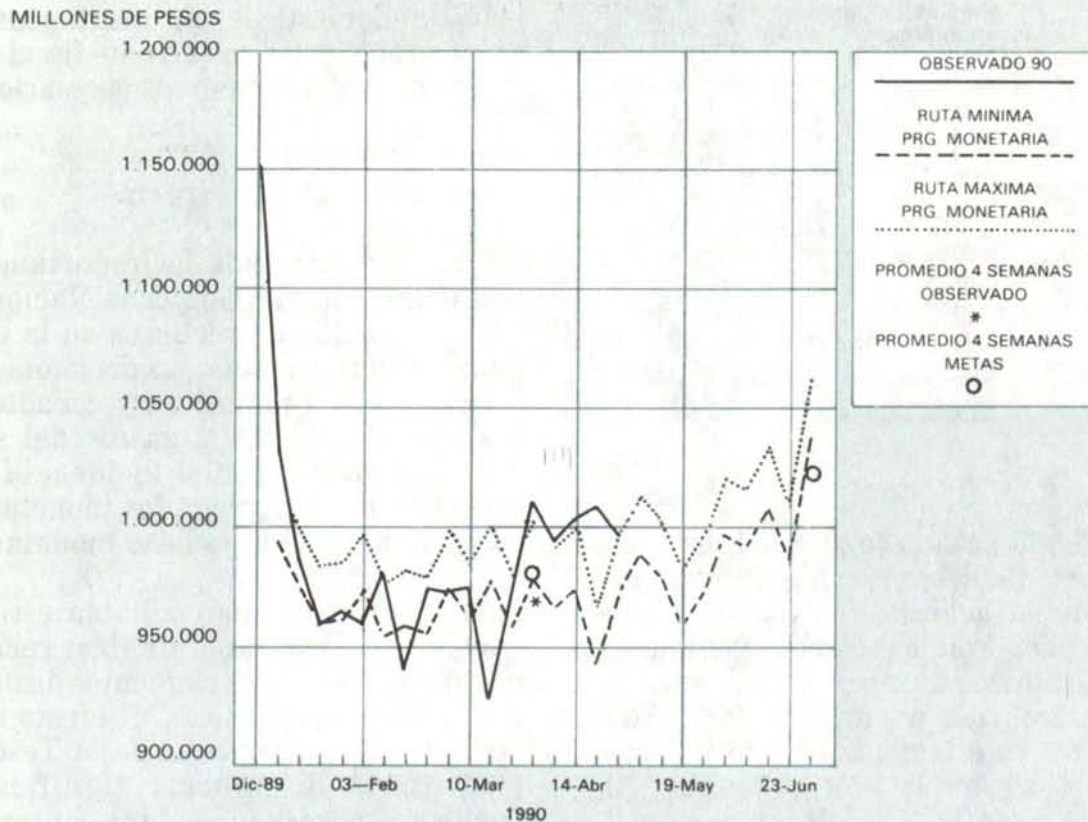
Origen del dinero base

(Variaciones porcentuales)

	Dic./89	Año corrido		Anual	
	Dic./88	Marzo/90	Abril/90	Marzo/90	Abril/90
				Marzo/89	Abril/89
Activo Banco de la República	25.7	1.4	1.7	32.6	30.2
Reservas internacionales netas	30.6	6.4	5.4	44.9	43.0
Crédito neto tesoral	-5.0	26.0	47.2	-5.9	1.6
Crédito neto resto del					
sector público	82.6	22.0	34.7	86.0	93.4
Crédito bruto bancos	8.1	43.6	13.3	37.4	12.8
Crédito neto resto					
sector financiero	9.8	-91.3	-113.7	-57.6	-186.5
FAVI		-315.5	-416.4	49.9	33.2
Crédito neto sector privado	-45.0	19.7	16.8	7.6	29.4
Otros	81.7	-283.6	-280.3	-292.3	-188.1
Pasivos no monetarios	20.2	18.4	20.5	33.8	33.8
Obligaciones externas largo plazo	24.4	4.9	6.6	21.6	24.2
Obligaciones sector privado	4.2	29.1	-4.1	28.1	-0.9
Operaciones de mercado abierto	17.7	48.5	79.9	66.5	102.6
Otros	26.2	6.1	5.4	24.5	16.8
Base monetaria	30.4	-12.4	-13.5	31.3	26.3
Medios de pago	29.1	-7.1	-4.0	27.8	30.8

Fuente: Cálculos Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

GRAFICO 2
Corredores base monetaria 1990



la base. El fenómeno se atacó también con acciones complementarias de la Tesorería, que permitieron congelar liquidez adicional por unos \$ 25.000 millones, 2.5 puntos de base y así se evitó crear presión adicional sobre las tasas de interés.

Reservas internacionales

Entre los factores que influyeron en este problema transitorio está el monto de las reservas internacionales. El presupuesto monetario suponía un nivel de reservas de US\$ 3.710 millones al finalizar el primer trimestre, pero éste mostró un saldo superior en US\$ 160 millones lo que significó un efecto monetario de \$ 60.560 millones (casi seis pun-

tos porcentuales de la base monetaria). Dicha diferencia se explica por las siguientes dos razones: primera, por unos reintegros por exportaciones de café mayores a los programados, debido a que los precios internacionales del grano fueron superiores a los originalmente proyectados y a que el volumen exportado, alcanzó cifras de más de 1.200.000 sacos mensuales (véase Cuadro 3), y en segundo término, a que los giros por importaciones fueron inferiores a los previstos, lo cual no sólo se tradujo en un mayor nivel de reservas internacionales, sino que también implicó una menor constitución de depósitos para giro, con un efecto monetario expansionista adicional de aproximadamente \$ 40.000 millones en el mes de abril.

CUADRO 3

**Volumen, valor y reintegros
por exportaciones de café**

	Volumen (miles de sacos 60 kgs.)	Valor (millones US\$)	Reintegros (millones US\$)
Enero	1 272.6	118.3	98.1
Febrero	1 253.3	115.9	107.0
Marzo	1 342.6	133.2	124.0
Abril	1 513.6		140.7

Fuente: Federación Nacional de Cafeteros y Balanza Cambiaria.

Desde el año pasado se viene observando un importante descenso en el crecimiento de las importaciones, fenómeno relacionado en parte con los elevados volúmenes de 1988, cuando las importaciones en dólares crecieron por encima del 20%. Además, la nueva estrategia de mayor inserción del país en la economía mundial, generó expectativas alrededor de la política comercial que se tradujeron en una reducción temporal de la demanda por importaciones. Una vez superada la incertidumbre creada con la implantación del proceso de modernización de la economía, vendrá una recuperación de las importaciones y por tanto una normalización de los giros al exterior, así como de la constitución de los depósitos previos.

El aumento de las reservas internacionales debe examinarse siempre cuidadosamente para saber si tiene causas permanentes o sólo transitorias. El nivel proyectado de activos internacionales del país puede considerarse apropiado y así se ha contemplado en el programa macroeconómico. Cambios con relación a estas cifras seguramente implican revisiones en otros frentes, pues no hay que olvidar que el proceso de acumulación de reservas internacionales exige la generación de ahorro interno para su financiación;

de lo contrario, bajo el régimen cambiario vigente, tendrá un simple efecto de emisión primaria. En la medida en que el ahorro privado doméstico sea insuficiente, se requerirán ajustes en el frente fiscal con el fin de generar los recursos necesarios.

**Efectos fiscales
y el crédito a la Tesorería**

Es de todos conocida la importancia de las operaciones del Gobierno Nacional en la movilización de recursos en la economía. En consecuencia, las decisiones concernientes a la magnitud y características de los ingresos y gastos del sector público tienen especial incidencia en la evolución de los agregados monetarios y en particular sobre la base monetaria.

Para el presente año se había estimado que, como resultado de las recientes modificaciones en los elementos de manejo de las finanzas públicas, el efecto monetario de las operaciones de la Tesorería presentaría diferencias significativas frente a lo observado en años anteriores; al respecto se esperaban resultados monetarios expansionistas durante los primeros meses del año. Pero éstos deberían compensarse básicamente con la caída inicialmente prevista de las reservas internacionales hasta que los dos efectos se neutralizaran entre sí. Sin embargo, como ya comentamos, en vez de reducción hubo acumulación de estas últimas requiriéndose entonces la destinación de ahorro doméstico para financiarla. Esta situación necesariamente obligaba a una reprogramación en la ejecución del gasto público, ya que las posibilidades de contracción adicional vía OMA se dificultaba por la presión existente sobre las tasas de interés.

Las modificaciones al manejo de las finanzas públicas, cubren dos frentes. Por el lado de los ingresos, se anticipó (en cerca de dos meses) el pago de las obligaciones tributarias por concepto de impuesto a la

renta ⁽¹⁾. En lo concerniente a los gastos, el nuevo Estatuto Orgánico del Presupuesto (Ley 38 de 1989) exige al Tesorero General de la Nación situar los fondos aprobados en el "Programa mensual de caja" en favor de las dependencias y establecimientos públicos, en el monto y la oportunidad previstos en dicho documento; con esta norma se logra una mayor y mejor coordinación entre los ordenadores del gasto público y la autoridad monetaria, de tal manera que los pagos de la Tesorería sean compatibles con las metas monetarias.

El manejo del gasto público viene registrando avances significativos. En la actualidad se elabora un programa mensual, con detalle por semanas, que la Tesorería sigue con la mayor precisión posible, aunque sujeto a las restricciones administrativas y operativas inherentes a la materialización del gasto público. Cuando los movimientos de fondos por fuera de la senda planificada no son demasiado cuantiosos, el Banco de la República busca anticipar el efecto monetario de estas operaciones del Tesoro, adoptando las acciones compensatorias requeridas. Sin embargo, cuando la concentración y el tamaño de los flujos de ingresos y pagos de la Tesorería es muy elevada no resulta factible lograr el equilibrio deseado. De ahí que sea aconsejable una menor concentración de las operaciones de recaudo y gasto de la Tesorería en períodos cortos.

Con relación a los pagos ocurre además que están muy concentrados en la banca oficial, lo cual dadas las imperfecciones del mercado de dinero induce un grave sesgo en la irrigación de la liquidez y en la generación de crédito. De otra parte, ocasionan desequilibrios marcados entre los diferentes grupos del sector bancario y traen inestabilidad a la tasa de interés de corto plazo; la solución estaría en utilizar un mayor número de intermediarios, en

la misma forma que la acción de recaudo está diseminada en todas las instituciones bancarias.

De otra parte, aunque el mecanismo de cobro ciertamente ha evolucionado hacia un sistema más eficiente, todavía cabría buscar una mejor distribución a lo largo del año, ampliando los períodos de recaudo. Ello permitiría una mayor correspondencia entre los ingresos y los pagos del Tesoro y disminuiría la presión sobre la utilización, así sea temporal, del crédito del Banco de la República.

Todos estos factores hacen que, del lado de los ingresos se pueda destacar el notable avance del impuesto a la renta; a su vez en el caso de los impuestos sobre el comercio exterior se continúa observando un menor dinamismo debido a la caída en las importaciones, situación que deberá normalizarse en lo que resta del presente año. El conjunto de los ingresos corrientes ha aumentado a un ritmo del 35%.

Por su parte los gastos corrientes muestran una dinámica superior, de cerca de 41% y los pagos de inversión superan en un 58% a los efectuados en igual lapso de 1989 (véase Cuadro 4). Este resultado no es del todo comparable ya que la ejecución del gasto público durante 1989 estuvo rezagada en razón a las demoras en el desembolso del crédito externo ⁽²⁾.

(1) Los grandes contribuyentes presentaron su declaración y pagarán la primera cuota a partir del 16 de abril, mientras que en el año anterior lo hicieron a partir del 1o. de junio. El resto de personas jurídicas lo efectuaron en mayo y las personas naturales lo harán en junio, mientras que en 1989 lo habían realizado en julio y agosto, respectivamente.

(2) Además de estos efectos dispuestos en el nuevo Estatuto Orgánico del Presupuesto, se suman cinco hechos impulsores del gasto en lo corrido del presente año: i. Las elecciones presidenciales y de cuerpos colegiados; ii. El aumento en el pie de fuerza del Ejército y de la Policía; iii. El servicio de la deuda externa; iv. Las mayores transferencias de recursos hacia los municipios, en cumplimiento de lo acordado en la Ley 12 de 1986; y v. La actualización de obligaciones pendientes de pago de la vigencia de 1989.

CUADRO 4

Gobierno Nacional Central
Ingresos, gastos y financiación

(Millones de pesos y porcentajes)

	Enero- Abril 1989	Enero- Abril 1990	Variación % 1990/1989
I. Disponibilidad	29.610	18.373	(37.951)
II. Ingresos totales	527.317	783.011	48.49
A) Ingresos corrientes netos	394.109	532.962	35.23
B) Recursos del crédito	133.208	250.049	87.71
Externo	128.819	123.670	(4.00)
Interno	4.389	126.379	*
III. Pagos	527.160	750.677	42.40
Servicios personales	84.100	135.519	61.14
Gastos generales	17.829	26.204	46.97
Transferencias	224.062	296.811	32.47
Inversión	70.056	110.410	57.60
Pagos tesorería (Sec. Cent.)	53.105	110.410	107.91
Deuda sector descentralizado	16.951	0	(100.00)
Deuda interna	3.607	15.039	316.95
Intereses	1.054	2.615	148.10
Amortización	2.553	12.424	386.65
Deuda externa	126.241	165.886	31.40
Intereses	54.142	76.196	40.73
Amortización	72.099	89.690	24.40
Otros pagos	1.265	809	(36.02)
IV. Disponibilidad al finalizar	248.874	200.592	(19.40)

* Crecimiento superior a 1.000 % Fuente: Tesorería General de la República.

La combinación de estos factores ha conducido a que el déficit, medido según operaciones de la Tesorería, haya alcanzado este año \$ 115.500 millones mientras que el año pasado era de \$ 57.200 millones. Para la financiación del déficit, el Gobierno ha recurrido al crédito del Banco de la República y a la monetización de crédito externo si bien este último prácticamente no ha tenido efecto monetario neto en razón de la esterilización de los desembolsos del crédito Challenger en títulos canjeables por certificados de cambio emitidos por el Banco de la República. En conjunto el crédito neto a la Tesorería se situó en un saldo

de \$ 340.930 millones al finalizar abril con un incremento en lo corrido del año de \$ 102.852 millones, suma financiada fundamentalmente con la utilización de los créditos transitorios en el Emisor por \$ 110.000 millones, de los cuales \$ 30.000 millones se entregaron en el mes de enero y \$ 80.000 millones en febrero; este crédito será pagado más adelante en el año con recursos de la Cuenta Especial de Cambios. Cabe reiterar que la existencia de cuantiosas disponibilidades del Gobierno en el Banco de la República obliga a un manejo especialmente cuidadoso del gasto público por el peligro expansionista que representa.

También es oportuno hacer referencia a lo ocurrido con los Títulos de Ahorro Nacional —TAN—. En ocasión anterior llamamos la atención sobre el riesgo que encierra la mecánica de emisión y colocación de estos títulos, la cual puede traer consigo una financiación automática por parte del Emisor. Debido a demoras en la ejecución de la ley de endeudamiento, hubo necesidad de recurrir a la utilización de la garantía TAN en el Banco de la República por valor de \$ 7.339 millones durante el primer trimestre de este año, lo cual constituye crédito a favor del Gobierno Nacional, sin posibilidad de repagarse con el producto de nuevas captaciones por restricciones de orden legal. Este problema no se repetirá en el resto del año, en razón a que ha podido recuperarse el Fondo de Sustentación TAN gracias a las nuevas colocaciones de estos títulos en el mercado, autorizadas por la ley 78 de 1989.

Tenemos, en resumen, que los resultados ya mencionados en materia de reservas internacionales y operaciones con las CAV requerían en términos monetarios, la generación de un mayor volumen de ahorro interno para su financiación; por esta razón, además de lo conseguido con las OMA fue fundamental la revisión de la política del gasto público en el sentido de trasladar pagos del segundo trimestre para el tercero y cuarto, en cuantías cercanas a \$ 25.000 millones (2.5% de la base monetaria). Las cifras monetarias del mes de abril ponen de manifiesto la necesidad de una gran cautela en la política del gasto público, pues a pesar del ajuste que ya comentamos, aún presenta crecimientos elevados, difíciles de sostener si se quiere preservar un manejo monetario ordenado. Por lo tanto, en adelante el control monetario va a requerir una ejecución fiscal todavía más cuidadosa.

Crédito neto a las CAV vía FAVI

Durante el primer trimestre de todos los años, las operaciones del FAVI tienen un

importante efecto de contracción. Ello se debe a que gran parte de la emisión monetaria de diciembre, que toma fundamentalmente la forma de una mayor demanda por efectivo, se revierte durante los primeros meses del año siguiente. Los recursos líquidos que el público retira de las corporaciones de ahorro y vivienda para atender sus necesidades de fin de año, retornan luego al sistema en la forma de depósitos UPAC. En el primer trimestre del presente año, si bien el efecto contraccionista mencionado fue significativo (\$ 79.650 millones, o sea cerca de 8% de la base monetaria), éste resultó inferior al previsto en el programa monetario e incluso al registrado en igual lapso del año anterior \$ 110.000 millones. Para el mes de abril, la tendencia se mantuvo y la evolución de las captaciones de las CAV comenzaba a ser preocupante, porque éstas venían perdiendo competitividad en el mercado financiero en razón al movimiento de las demás tasas de interés. Los depósitos UPAC crecieron en forma acelerada durante las primeras semanas de este año, como es tradicional, llegando a un saldo de \$ 1.116 miles de millones al finalizar febrero, nivel que no se superó durante marzo. A comienzos de abril se experimentó un moderado crecimiento de los depósitos en las CAV, que refleja más que todo los excesos de liquidez del momento.

No obstante las modificaciones que se han introducido al manejo de las disponibilidades de las CAV, mediante ajustes en las características de plazo y tasas de interés de los títulos de exceso de liquidez ⁽³⁾, y el aumento en los rendimientos de los depósitos UPAC, el FAVI sigue siendo un factor de mucha inestabilidad que introduce incertidumbre y dificulta el control monetario. A lo largo del presente año este hecho se hizo particularmente evidente, porque cuando

(3) En 1989 la Resolución 19 de la Junta Monetaria estableció las nuevas características de estos títulos.

cambian significativamente las condiciones en el mercado crediticio y dadas las rigideces de la estructura de tasas de interés del sistema de valor constante, las CAV no pueden reaccionar ágilmente para adaptarse a las nuevas circunstancias y presionan sobre su posición neta en el FAVI, Banco de la República, lo cual dificulta la conducción de la política monetaria.

Operaciones de mercado abierto

Actualmente las OMA desempeñan un papel fundamental como instrumento de regulación de la liquidez en la economía. En el primer trimestre la colocación neta de papeles del Banco fue de unos \$ 76.000 millones, suma importante que permitió esterilizar cerca del 8% de la base, equivalente al mayor valor en pesos de las reservas internacionales; en el mes de abril se requirió mantener los niveles alcanzados en marzo, y aumentar un poco más su colocación. Los ajustes monetarios necesarios se han realizado, fundamentalmente, empleando este mecanismo de las OMA, las cuales al finalizar abril ascendían a \$ 262.000 millones (sin incluir FEDERACAFE), con aumento de \$ 55.000 millones en el último mes ⁽⁴⁾. Si bien este resultado puede calificarse como favorable, pues pone de presente la capacidad reguladora del instrumento, también ilustra los esfuerzos que deberá hacer el Banco de la República para mantener este volumen de recursos esterilizados, y más aún para conseguir efectos contraccionistas adicionales por este sistema, pues las limitaciones son evidentes.

El activo manejo de las OMA a lo largo del año ha exigido un permanente seguimiento del mercado financiero. En el mes de enero con el doble propósito de activar la colocación de papeles del Emisor y permitir un crecimiento más equilibrado entre los títulos de participación —TP— y los títulos canjeables por certificados de

cambio —TCCC—, se modificó el interés que se reconocía sobre los primeros, de modo de reducir la diferencia apreciable que existía en el mercado con respecto a la tasa de papeles similares ⁽⁵⁾. La revisión a los rendimientos de los distintos títulos del Emisor siempre han estado en línea o por debajo de las condiciones del mercado financiero, para minimizar así las presiones al alza en las tasas de interés. En el Gráfico 3 se comparan las tasas de los títulos de participación frente a la evolución del DTF; allí se aprecia cómo los rendimientos de los papeles del Banco han seguido la tasa de mercado y siempre han mostrado niveles inferiores a ésta.

Dicho manejo permitió una recuperación en el saldo de los TP, al pasar de \$ 27.443 millones al finalizar 1989 a \$ 61.838 millones al cierre del trimestre (sin incluir las tenencias de FEDERACAFE). Por su parte, se mantuvo constante la tasa de interés para los títulos canjeables, los cuales, desde el punto de vista de su colocación, evolucionaron en forma similar a los de participación al incrementar su saldo en \$ 35.123 millones, para alcanzar un total de \$ 111.591 millones.

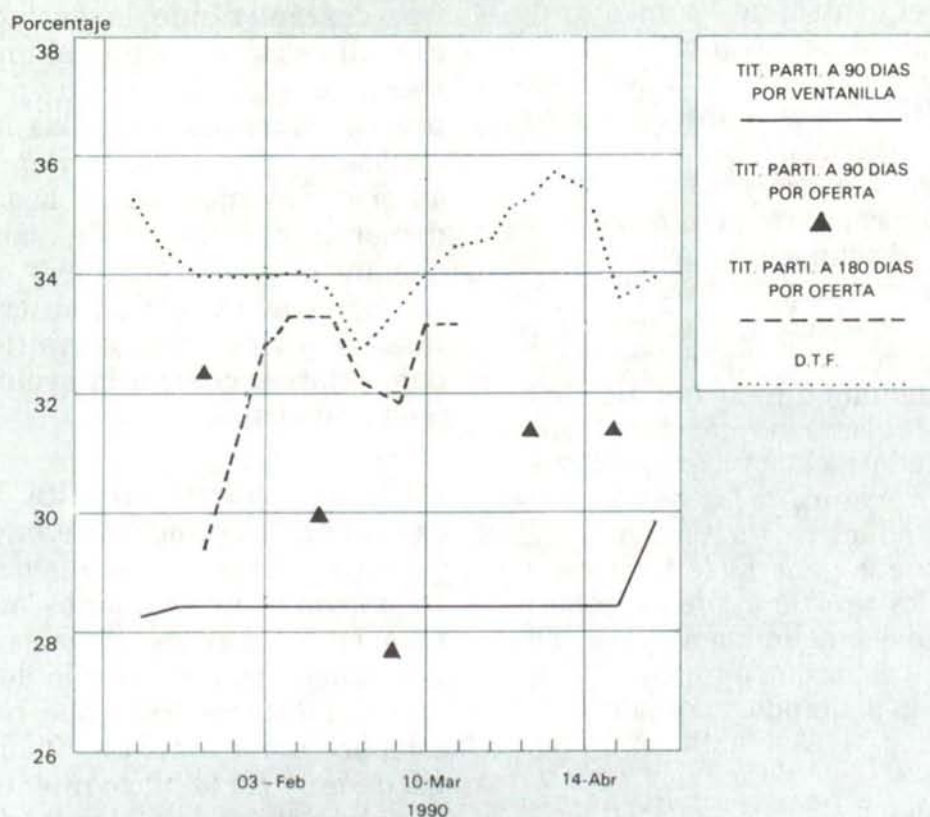
II. El crédito bancario y los precios

Los esfuerzos de la autoridad monetaria por regular la cantidad de dinero con instrumentos de mercado diferentes al encaje, facilitan la acción crediticia de los inter-

(4) Casi en su totalidad, \$ 52.137 millones, representados en títulos de corto plazo adquiridos por los bancos comerciales demostrando así la existencia de excesos de liquidez en el sistema.

(5) Las tasas en ventanilla para plazo de 90 días, 180 días y un año, respectivamente, fueron: en títulos de participación 30.0%, 31.0% y 33.0%; y en títulos canjeables 1.5%, 2.0% y 2.5%.

GRAFICO 3
Tasas de interés
Tit. de Participación y D.T.F.



CUADRO 5

**Sector financiero
Cartera**

(Variaciones porcentuales)

	Variaciones porcentuales anuales					Variaciones porcentuales año corrido			
	1989			1990		1989		1990	
	Diciembre	Marzo	Abril	Marzo	Abril	Marzo	Abril	Marzo	Abril
Cartera bancos	33.9	26.7	28.4	33.4	33.9	6.4	8.4	6.0	8.4
Cartera sistema financiero	36.3	28.6	29.4	36.4	36.8	7.3	9.5	7.4	10.0

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas. Banco de la República.

mediarios financieros; en otras palabras, ello permite una relativa independencia entre el manejo crediticio y el monetario. Es así como el control de los medios de pago no ha causado serias limitaciones al crédito del sector financiero. Por el contrario, este último ha crecido en este año a tasas anuales superiores al 36.0%, y al finalizar abril alcanzó el 36.8% (véase Cuadro 5). Este rápido aumento más bien es factor de preocupación, ya que crecimientos muy grandes de la cartera, no acompañados de una mayor oferta agregada, pueden generar expansión no deseada en la demanda total que tiende a dificultar tanto el manejo monetario como el control de la inflación. La expansión de la cartera por encima de las necesidades del sector productivo (crecimiento del sector real) por lo general se traduce en elevación de los préstamos de consumo o sirve para financiar acumulación de inventarios, eventos estos que aumentan transitoriamente la demanda y ocasionan repercusiones negativas a la estabilización de los precios.

La disminución de la tasa de crecimiento de los ahorros financieros conocidos como cuasidineros, según lo observado a lo largo de los primeros meses del año, le resta capacidad crediticia al sistema financiero. Frente a esta circunstancia, lo apropiado es adoptar políticas conducentes a incrementar el volumen de ahorro transferible, y a mejorar la profundización financiera, pero mientras ello ocurre se hace necesario equilibrar la evolución del crédito del sector financiero con el de la expansión de los recursos de ahorro. Intentar aumentar el volumen de fondos prestables mediante el expediente de forzar una mayor tasa de aumento de los medios de pago, no tendrá efectos duraderos, por cuanto se generan excesos de oferta de dinero que a la postre se traducirán en un mayor ritmo de incremento en precios.

Infortunadamente, los intermediarios financieros tienden a ajustar el volumen

de su cartera muy lentamente frente a una disminución en la tasa de crecimiento de sus disponibilidades. Por tal razón, al irse desacelerando la evolución de los cuasidineros durante los primeros cuatro meses del año, se comenzó a producir una presión marcada sobre las fuentes primarias del Banco de la República y las autoridades monetarias acertadamente debieron abstenerse de validar dicha demanda. Ello contribuyó en parte al comportamiento alcista observado en las tasas de interés, pero permitió mantener bajo relativo control la evolución de los medios de pago.

En este contexto, resulta importante examinar la evolución de la cartera por grupos de bancos. Así, se encuentra que los mayores crecimientos anuales ocurren en los bancos oficiales, los cuales gozan del cuasi monopolio de los depósitos oficiales, recursos que pareciera no son percibidos como una fuente transitoria de muy corto plazo mientras se completa una operación de gasto público, sino como una captación estable y por ende prestable. En la medida que estos recursos son muy cambiantes, el otorgamiento de crédito con base en ellos introduce presiones indebidas en el mercado financiero. De esta forma, al finalizar abril la cartera de los bancos privados y mixtos enseña tasas de crecimiento del crédito de 29.6%, mientras los bancos oficiales (incluida la Caja Agraria) lo hacen a tasas superiores al 36.3% ⁽⁶⁾. Conviene, por lo tanto, reiterar la necesidad de mayor ordenamiento en la función crediticia de los intermediarios para que coadyuven con los esfuerzos de la autoridad monetaria.

(6) Los oficiales tradicionales (Cafetero, Ganadero, Popular y Estado) crecen al 39.5%, mientras los nuevos oficiales (Colombia, Tequendama, Trabajadores y Comercio) lo hacen al 46.3%. La Caja Agraria alcanza sólo el 25.9%.

Como ya se manifestó, la claridad en la política monetaria facilita el funcionamiento de los bancos al eliminar la incertidumbre que se deriva del uso de los instrumentos directos de regulación. En este aspecto las autoridades monetarias han sido consistentes al garantizar un suministro estable de liquidez, minimizando la utilización del encaje; sin embargo, esto sólo será posible si el manejo del crédito por parte del sistema es lo suficientemente ordenado y sujeto a las metas establecidas.

La evolución reciente del índice de precios es motivo de preocupación para las autoridades monetarias, especialmente si se tienen en cuenta los importantes esfuerzos realizados para mantener la disciplina monetaria de manera de no permitir la tendencia alcista de la inflación. Ciertamente, el comportamiento de los medios de pago a lo largo de 1989 y el primer trimestre de este año es demostrativo de esta política. Sin embargo, los resultados monetarios no se han materializado en un control efectivo de la inflación, en razón a la existencia de factores adicionales a los de demanda que introducen rigideces a la baja en los precios, arraigando el proceso inflacionario.

Sin duda la indización de precios básicos tiende a perpetuar el crecimiento de los mismos. En este sentido operan los reajustes permanentes en las tarifas de servicios públicos, que si bien buscan mejorar en términos reales los ingresos de las empresas productoras se traducen en aumentos nominales de los costos de producción y de la canasta familiar. Del mismo modo, el reajuste del precio de la gasolina, dado sus efectos sobre el costo del transporte tiende a transferirse en forma automática en el costo de todos los productos. De igual forma el reajuste de los salarios se incorpora en su totalidad a los costos⁽⁷⁾. Finalmente, el propósito de la política cambiaria en lo relativo a mantener la tasa de cambio real obliga a reajustes permanentes de la tasa de cambio nominal.

En la medida en que los aumentos de los costos de producción disminuyan y puedan ser compensados por mejoras en la productividad, los traslados de éstos al comprador, necesarios para conservar los márgenes de ganancia, serán menores. En el futuro, el proceso de "apertura" debe inducir este tipo de ajustes al introducir elementos de mayor competitividad en el sector productivo, tal como lo reseñamos en las Notas Editoriales de marzo.

Todo lo anterior permite afirmar que una política anti-inflacionaria, que busque una reducción significativa en el crecimiento de los precios, además de una estricta disciplina en lo monetario y lo fiscal, requiere enfrentar los factores estructurales que tienden a preservar niveles mínimos de inflación.

III. Conclusiones

En los últimos años el manejo monetario ha sido estable y ordenado basado fundamentalmente en la utilización de instrumentos de mercado para su control. Así, el empleo del encaje se ha racionalizado, buscando reducir la dispersión entre las distintas tasas existentes y, en lo posible, también su nivel promedio; consecuentemente en el último año no se ha recurrido al encaje como mecanismo de contracción. Ello ha dado claridad al funcionamiento crediticio, creando un ambiente favorable para que el sector financiero observe un comportamiento más ordenado en materia de financiamiento, de manera que sea la disponibilidad de recursos prestables la que permita la generación de crédito y no el otorgamiento de préstamos sin fuentes previas definidas lo que induzca a la creación de recursos primarios.

En el presente año, los resultados monetarios del primer trimestre se ajustaron estrictamente a las metas establecidas en

(7) Los salarios industriales para empleados, según información del DANE, en febrero último presentaban incrementos anuales del 2.0% en términos reales, mientras los de obreros crecían al 1.1%.

el programa monetario. Las operaciones de mercado abierto, OMA, han sido el principal instrumento regulador cuyo efecto ha permitido esterilizar prácticamente todo el impacto monetario del mayor valor de las reservas internacionales (cerca del 8% de la base monetaria). Sin embargo, en el mes de abril se presentaron excesos de liquidez que demandaban esfuerzos contraccionistas adicionales, los cuales claramente no podían atenderse exclusivamente vía OMA, por lo cual fue necesario revisar la política de gasto público.

El origen fundamental de los excesos de dinero proviene de un incremento de las reservas internacionales. Esto requiere de un acomodamiento del ahorro doméstico (mayor ahorro privado o menor déficit fiscal). Esta situación puede entenderse como permanente si el nuevo nivel de activos internacionales desea mantenerse, o como un evento transitorio si se opta por utilizar estos recursos externos, a través de políticas como, por ejemplo, la aceleración del proceso de apertura.

El manejo fiscal ha estado dentro de lo programado. Sin embargo, en la medida que persistan los factores expansionistas sobre la cantidad de dinero en circulación, y la mayor utilización del mecanismo de las OMA presente restricciones, se hace indispensable un cuidadoso seguimiento de la política fiscal para que un menor ritmo de gasto reduzca el crédito neto del Gobierno con el Banco de la República. Solamente el hecho de mantener las sumas actuales esterilizadas con las operaciones de mercado abierto ya demanda esfuerzos importantes del Banco de la República, siendo muy difícil efectuar contracciones adicionales con este instrumento.

Finalmente, se debe reiterar que la coyuntura monetaria actual así como la tendencia de los precios exigen no solamente un manejo monetario y fiscal muy cuidadoso, sino también conducción ordenada del crédito por parte del sector financiero; la evolución de esta variable ha sido muy rápida y excede el crecimiento de los fondos prestables, incluidos los cuasidineros,

insinuando la existencia de desequilibrios que pueden generar un inconveniente impacto monetario. El sistema bancario dispone de la información sobre las metas esperadas en materia de medios de pago y debe contribuir a su logro.

VIDA DEL BANCO

GERENTE DEL BANCO EN VALLEDUPAR

La Junta Directiva del Banco, en sesión del 19 de los corrientes, designó al economista Alvaro Adie Brun, como gerente titular del Emisor en Valledupar, en reemplazo del doctor Luis Carlos Peña Ramírez, quien fue nombrado para igual posición en Cúcuta.

El doctor Adie Brun, está vinculado a la Institución desde octubre de 1964, cuando ingresó a la sucursal de Barranquilla como economista del Departamento de Investigaciones Económicas, habiendo desempeñado con acierto diversas funciones hasta llegar a la Subgerencia Administrativa de dicha sucursal; de allí fue llamado a ocupar la gerencia que ejercerá a partir del próximo 2 de mayo.

EL BANCO DE LA REPUBLICA EN LA FERIA INTERNACIONAL DEL LIBRO

Entre el 27 de abril y el 8 de mayo del presente año se llevó a cabo en Bogotá la Tercera Feria Internacional del Libro, evento en el cual El Emisor participó, una vez más, en apoyo a la actividad cultural del país. Diversas publicaciones relacionadas con temas económicos, históricos, literarios, jurídicos, geográficos y antropológicos se puso a disposición de los visitantes.

Durante este certamen el Banco de la República también realizó una serie de actos culturales, de divulgación y formación, tales como cuatro conciertos de corales, talleres infantiles de instrumentos musicales autóctonos y didácticos sobre culturas precolombinas. Adicionalmente se dio a conocer los nuevos servicios del área cultural y de la Biblioteca Luis Ángel Arango, mediante la instalación de terminales de computador que permitieron ilustrar al público acerca de la forma de lograr acceso al catálogo de la Biblioteca. Igualmente, se pudo apreciar en un lector de microfilmes, la colección de periódicos de la Hemeroteca Luis López de Mesa.